

**ПРЕДПОСЫЛКИ ФИНАНСОВОЙ НЕСОСТОЯТЕЛЬНОСТИ  
РЕГИСТРАТОРОВ**

Рассматриваются причины возможных финансовых потерь в деятельности организаций в процессе ведения реестров собственников именных ценных бумаг.

Одним из видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, которой в соответствии с Законом Украины "О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине" являются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему реестра владельцев именных ценных бумаг. Под этой системой понимается совокупность данных, зафиксированных в бумажной и/или небумажной форме (в виде записей в электронных базах данных), которая обеспечивает идентификацию зарегистрированных в этой системе владельцев, номинальных держателей именных ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, получение и предоставление информации этим лицам и составление реестра владельцев бумаг. Функции регистратора как юридического лица, имеющего разрешение и осуществляющего деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, реализуются системой реестра, которая состоит из:

- реестра владельцев именных ценных бумаг;
- лицевых счетов эмитента и зарегистрированных лиц;
- журналов учета записей в реестре, запросов и журналов выданных, погашенных, аннулированных и утраченных именных ценных бумаг (сертификатов именных ценных бумаг), выпущенных в бумажной форме;
- документов, являющихся основанием для формирования и внесения изменений в реестр.

Реестр владельцев именных ценных бумаг — это перечень по состоянию на определенную дату владельцев именных ценных бумаг, принадлежащих им именных ценных бумаг, являющийся составной частью системы реестра и дающий возможность идентифицировать этих владельцев, количество, номинальную стоимость и вид принадлежащих им именных ценных бумаг.

Регистраторы осуществляют свою деятельность согласно действующему законодательству, Положению о деятельности по учету прав собственности на именные ценные бумаги и депозитарной деятельно-

сти, утвержденному Указом Президента Украины от 02.03.96г. №160/96, Положению о порядке ведения реестров владельцев именных ценных бумаг, утвержденному приказом Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку от 26.05.98 г. №60 (далее Комиссия), Порядку выдачи разрешения на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, утвержденному приказом Комиссии от 01.04.96 г. №59, внутреннему порядку ведения системы реестра владельцев именных ценных бумаг, разрабатываемому регистратором при подаче заявления на получение разрешения.

Регистраторская деятельность как вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг возникла недавно как следствие развития фондовой деятельности, необходимой для фиксации сделок с ценными бумагами, учета эмитированных ценных бумаг, снижения злоупотреблений на фондовом рынке. Эта деятельность получила отправное развитие в процессе приватизации имущества государственных предприятий. Именно Фонд государственного имущества Украины явился той организацией, которая разработала первую нормативную базу функционирования реестродержателей. В дальнейшем нормативные документы, связанные с регистраторской деятельностью, ее лицензированием, отчетностью и контролем разрабатывались (и продолжают разрабатываться) Комиссией.

Деятельность по ведению реестра владельцев именных ценных бумаг, осуществляемая регистраторами как юридическими лицами, имеющими соответствующее разрешение Комиссии, подвержена рискам финансовой несостоятельности как в силу объективных причин, связанных с сужением операций на фондовом рынке, концентрацией акций в руках стратегических инвесторов, конкуренцией на рынке регистраторских услуг, изменением эмитентами форм собственности, вытеснением регистраторов депозитарными учреждениями, государственной политикой в этом секторе рынка ценных бумаг; так и субъективными факторами, зависящими от действий самих регистраторов в отношении ценообразования на свои услуги, расширения дополнительных источников дохода, заинтересованности учредителей в развитии этого вида деятельности.

К основным предпосылкам свертывания регистраторской деятельности или ее ликвидации из-за невозможности осуществлять профессиональные услуги по финансовым причинам можно отнести следующие:

а) *Небольшое количество клиентов-эмитентов, находящихся в обслуживании у регистратора и, как следствие, недостаточность абонентной платы для покрытия расходов по текущей деятельности.*

Доходы регистратора прямо зависят от количества обслуживаемых организаций – эмитентов ценных бумаг. Именно эмитенты являются источником поступления стабильных средств реестродержателя, на основании которых он планирует текущую деятельность, расширяет (сужает) собственную материальную базу, численность сотрудников, рекламные мероприятия. Зависимость регистратора от эмитентов выражается также в количестве обслуживаемых счетов. Чем больше ценных бумаг выпущено конкретным эмитентом, тем больше вероятное движение по этим ценным бумагам, за перерегистрацию которых регистратор взимает плату.

Финансовые отношения регистраторов с эмитентами зависят также от платежеспособности последних, их реального отношения к процедуре обслуживания выпущенных именных ценных бумаг. К сожалению, практика отношения эмитентов и регистраторов показывает, что расчеты по ведению реестров владельцев именных ценных бумаг проводятся далеко не в первую очередь, независимо от реального финансового состояния эмитентов.

б) *Отсутствие движения по ценным бумагам, эмитенты которых являются клиентами регистратора и, соответственно, возможности получать доход от перерегистрации прав собственности по таким ценным бумагам.*

Получение платы за перерегистрацию прав собственности на именные ценные бумаги является одним из основных доходов реестродержателя. В случае сужения рынка ценных бумаг, концентрации контрольных пакетов акций в одних руках, отсутствия интереса инвесторов в приобретении ценных бумаг конкретных эмитентов прекращается движение по ценным бумагам и, как следствие этого, сокращаются доходы регистратора. Регистраторская деятельность, непосредственно не влияющая на объемы сделок с ценными бумагами, находящаяся в пассивной зависимости от состояния фондового рынка, прямо зависит от объема операций с ценными бумагами, проводимых другими профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Так, в периоды финансовых кризисов, когда происходит массовое банкротство финансовых учреждений и фондовых институтов, появляется угроза неплатежеспособности эмитентов, "затухает" и регистраторская деятельность.

*в) Развитие депозитарной системы как прямого конкурента регистраторов на рынке услуг по хранению и перерегистрации прав собственности на именные ценные бумаги.*

Государственная политика в сфере предоставления услуг по хранению ценных бумаг и учету прав собственности на именные ценные бумаги в настоящее время направлена на вытеснение регистраторов и их постепенную замену депозитарными учреждениями. Такая тенденция связана как с развитием электронных систем перерегистрации прав собственности, так и с ценовой политикой, проводимой хранителями ценных бумаг. При видимой привлекательности хранения ценных бумаг в регистрационной системе для владельцев ценных бумаг (плата взимается только в случае проведения операций с ценными бумагами), реальные операторы фондового рынка, проводящие значительные операции по купле-продаже ценных бумаг, отдают предпочтение хранителям. Система номинальных держателей именных ценных бумаг, осуществляемая хранителями, также позволяет проводить операции с ценными бумагами без обращения к регистратору, снижая финансовые потери от таких сделок у покупателей (продавцов) ценных бумаг и, соответственно, уменьшая доходы реестродержателей.

Анализируя практику предоставления услуг по обработке и хранению ценных бумаг, можно сделать вывод о расширении деятельности депозитариев и хранителей ценных бумаг, и, как результат этого, сужении активности регистраторов в этом сегменте фондового рынка.

*г) Конкуренция на рынке регистраторских услуг и, соответственно, сужение объемов деятельности регистраторов как по перерегистрации прав собственности на ценные бумаги, так и количеству обслуживаемых клиентов.*

С введением процедуры перерегистрации прав собственности на именные ценные бумаги (первоначально курируемых Фондом государственного имущества) начался быстрый рост количества организаций – регистраторов. Этот сегмент фондового рынка оказался перенасыщенным как вследствие того, что многие предприятия – эмитенты ценных бумаг создавали регистраторские структуры исключительно "под себя" (так называемые карманные регистраторы), так и по требованиям Фонда государственного имущества Украины, а затем и Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку к организационной, квалификационной и материальной составляющим деятельности регистраторов, которые достаточно простые. При бурном росте фондового рынка, вызванном процессами приватизации имущества государственных предприятий и созданием многочисленных открытых акционерных обществ, активно развивался и сектор регистра-

торских услуг, который после сокращения объемов создания хозяйственных обществ по инерции продолжал экстенсивно расширяться. Конкуренция на регистраторские услуги проявляется в механизме ценообразования, возможности предоставления дополнительных услуг, агрессивной рекламе, реальной конфиденциальности информации. С введением деятельности по учету прав собственности на именные ценные бумаги и депозитарной деятельности можно предположить дальнейшее сужение рынка регистраторских услуг, ожесточение конкуренции и поглощение одних регистраторов другими, их укрупнение и территориальное размежевание.

*д) Недальновидная ценовая политика по установлению тарифов на регистраторские услуги и соответствующее отторжение эмитентов и владельцев именных ценных бумаг.*

Эмитенты ценных бумаг платят регистратору за ведение реестра собственников именных ценных бумаг. Владельцы именных ценных бумаг платят реестродержателю за перерегистрацию права собственности. Для первых – это, как правило, постоянная абонентная плата, для вторых – сумма средств относительно объема операций с ценными бумагами. Абонентная плата должна, с одной стороны, быть приемлемой для эмитентов относительно средней цены, сложившейся на данном рынке, с учетом количества лицевых счетов и простоты их обслуживания и, с другой, – удовлетворять требования реестродержателей в постоянных и переменных затратах по обслуживанию реестра. Завышение цен на абонентное обслуживание эмитентов (преднамеренно или в силу объективных причин) приводит к поиску других регистраторов, своеобразному кочеванию эмитентов.

Для владельцев именных ценных бумаг услуги регистраторов также не всегда являются выгодными. С одной стороны, владельцам не нужно вносить абонентную плату за хранение данных по ценным бумагам (в отличие от хранителей), но, с другой, – в случаях купли-продажи, мены, наследования или иных действий, связанных с переменной собственника ценных бумаг, регистратор взимают плату, как правило, эквивалентную 1-2% от номинальной стоимости передаваемых ценных бумаг. Уникальность ситуации при совершении таких сделок заключается в том, что передача ценных бумаг может проводиться по цене значительно ниже номинальной, и нередки примеры, когда сумма средств, запрашиваемых регистратором за переоформление права собственности на ценные бумаги, превышает суммарный объем сделки. В подобных случаях проведение операций с ценными бумагами через хранителей значительно дешевле и эффективнее.

е) *Отсутствие возможностей (опыта, знаний, желаний) расширять дополнительные услуги, связанные с обслуживанием участников фондового рынка.*

Современная деятельность регистраторов невозможна без дополнительного комплекса услуг, предоставляемых эмитентам и инвесторам. К таким услугам относятся организация и проведение общих собраний акционеров, организация выплат дивидендов, консультирование по вопросам перерегистрации прав собственности. Как правило, такие услуги предоставляются регистратором на основании особых договоров, предусматривающих определенные сроки и отдельную оплату. Отмечаются случаи, когда эмитенты, заключившие договор на ведение реестра с одной организацией, обращаются в другую за помощью в организации проведения собрания акционерного общества, так как реестродержатель не способен выполнять подобные функции, что, естественно, сказывается на его конкурентоспособности. Закономерным является оказание регистраторами услуг в области корпоративного управления, фундаментального анализа деятельности предприятия, информационного обеспечения клиентов о текущем состоянии фондового рынка. Сегодня регистраторская деятельность выступает логическим продолжением услуг, предоставляемых банками, крупными финансовыми холдингами и пулами, институциональными инвесторами. Возможно, именно в объединении всех направлений деятельности на рынке ценных бумаг и проявляется устойчивость его профессиональных участников.

ж) *Отсутствие заинтересованности учредителей в развитии регистраторской деятельности.*

Многие регистрационные структуры, как говорилось ранее, создавались под конкретное предприятие – эмитент либо на самом предприятии (при количестве лицевого счетов менее 500), либо как отдельная, формально независимая организация. Часто такие структуры являются убыточными, их содержанием занимаются учредители, для которых контроль за системой ведения реестра важнее доходности регистратора. В случае смены собственника (например, приобретение сторонним инвестором контрольного пакета акций, продажа контрольного пакета акций учредителем регистратора) у эмитента, как правило, происходит замена обслуживающих структур, в том числе реестродержателей. В таких случаях прежние регистрационные структуры или ликвидируются, или выходят в "свободное плавание" по поиску клиентов, или трансформируются в другие предприятия.

з) *Возникновение дополнительных требований к материально-техническому и программному обеспечению деятельности регистрат*

торов и, соответственно, невозможность их выполнения из-за отсутствия средств.

Система ведения реестра собственников именных ценных бумаг предполагает работу с большим массивом информации и, соответственно, наличие надлежащего программного и технического обеспечения, средств связи, офисных атрибутов. В соответствии с требованиями Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку помещения регистраторов должны быть оборудованы таким образом, чтобы система реестра, первичные документы и архивные материалы находились в полной сохранности, под контролем и охраной. Это создает особые требования к системе сигнализации, противопожарным мероприятиям. С развитием регистрационной практики возрастают требования к оборудованию помещений регистраторов, что приводит к дополнительным финансовым вложениям и, как следствие этого, к свертыванию деятельности регистраторов, неспособных выполнить такие требования.

и) *Прямое нарушение норм, правил и принципов ведения регистраторской деятельности.*

Нарушение норм действующего законодательства в регистрационной практике может привести как к серьезным штрафным санкциям, так и аннулированию разрешения Комиссии на право такой деятельности. К таким нарушениям относятся: непринятие организационных и технических мер по ответственному хранению данных системы реестра; утрата или повреждение системы реестра; разглашение информации о владельцах ценных бумаг; непредоставление информации в Комиссию, Антимонопольный комитет; нарушение Положения о порядке ведения реестров владельцев именных ценных бумаг.

*Получено 25.09.2000*

УДК 658.15

И.А.ЛУКЬЯНЧЕНКО

*Харьковский государственный экономический университет*

## **ПОДХОДЫ К МАТЕМАТИЧЕСКОМУ МОДЕЛИРОВАНИЮ В УПРАВЛЕНИИ ОБОРОТНЫМ КАПИТАЛОМ**

Рассматривается процесс движения денежных потоков на предприятии согласно стандартной схеме построения математических моделей и типичным современным рекомендациям по управлению финансами.

Обращение средств фирмы – непрерывный процесс. Конечный продукт на предприятии получают путем переработок и поглощения ресурсов (материальных и трудовых), которые оплачиваются деньга-